

宏观点评 20221214

美联储首次转向：利好还是利空？

2022年12月14日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002
taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023
shaox@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024
duanm@dwzq.com.cn

■ 观测美联储转向的重要时点有三个：一是放缓加息步伐，二是停止加息，三是开始降息。而12月议息会议料将迎来第一个转向时点，即在连续四次加息75bp后，加息步调终于放缓至50bp。我们认为本次会议的要点主要有三个：

■ 一是加息节奏放缓料将落地的情况下，后续加息路径将如何演绎？点阵图方面，我们预计美联储官员对2023年利率终值的预测中位数或上修至5.0%（9月为4.6%），但对2024年的预测维持在3.9%（降息100bp），2025年为2.9%（再降息100bp）。

■ 对于停止加息的时点，我们主要预期两种情景：

情景1：在2023年2月、3月各加息25bp后停止加息。就业和通胀数据的波动性仍很高，根据图2所示的数据发布时点，美联储在3月议息会议上将掌握三份就业数据和通胀数据（2022/12、2023/1、2023/2），而在2月初的会议上仅掌握2022年12月的数据。如果上述信息显示就业增长持续放缓（月均新增非农就业不足30万人）和通胀的趋势性回落，我们认为美联储将在3月直接停止加息，而不是在2月提前释放停止加息的信号。

情景2：2月加息50bp，3月至二季度持续25bp/次，二季度末停止加息。如果1月公布的2022年12月数据显示，新增非农就业超30万人以及通胀再次回升，美联储或将在2月会议上再次加息50bp。如果3月议息会议前公布的1月和2月新增非农就业人数均值超20万以及通胀回落停滞，美联储或将在3月至二季度的会议上维持25bp的加息节奏。

■ 二是判断降息时点的核心变量为通胀的绝对水平和斜率。我们预计美联储将上修对2022年核心PCE的预测中值至4.8%（9月为4.5%），下修对2023年的预测至2.9%（9月为3.1%）。我们的预测模型基于CPI，基准情形下，预计2023年末美国核心CPI回落至3.0%，CPI回落至2.8%（图3）。降息的时点最早在2023年四季度，前提是通胀回落速度持续超预期，例如二季度美国陷入温和衰退，核心CPI在二季度便回落至4%以内的区间。

■ 不过，尽管通胀的绝对水平在下降，但不能忽视其斜率的陡峭化。中国防疫优化下经济的重启可能推升油价，导致美国CPI下行斜率放缓，如果明年下半年油价逐步回升到100美元/桶，美国第四季度CPI依旧会保持在3%上方（图4）。这将大幅增加美国通胀的粘性，使得美联储降息的转向更艰难，或要等到2024年。鉴于通胀上行风险大于下行风险，美联储2023年利率终值的预测有被进一步上修的风险。

■ 三是美联储或将调降对于2023年GDP增速的预测，但维持对于失业率的预测。美联储11月末发布的褐皮书表示美国经济增速放缓，将经济活动描述为“about flat or up slightly.”（大致持平或略有上升），我们预计议息会议声明将与褐皮书表述一致，承认经济增速已经放缓。鉴于加息幅度大于9月预测，美联储对2023年GDP增速的预测或被下修至1.0%（9月为1.2%）。

■ 从资产层面看，从75bp到50bp的换挡，美联储紧缩的降速意味着什么？一方面，紧缩在边际上的趋缓能让市场放松此前绷紧的神经，甚至期待后续货币政策的进一步转弯；不过另一方面，降速并不等于货币政策紧缩周期的结束，而且背后意味着经济很可能将出现明显的降温。对于这种两面性市场会如何定价？

■ 降速加息在1990年之后的美联储历史上只出现过一次：1994年至1995年。除此之外，美联储一般会保持25bp的单一加息幅度。1994年11月在加息75bp之后，1995年2月美联储选择降速加息50bp，此后便暂停加息，并在1995年7月开始降息。

相关研究

《中国防疫优化如何影响美国通胀：加把火还是泼冷水？》

2022-12-13

《2023年消费刺激备了多少弹药？》

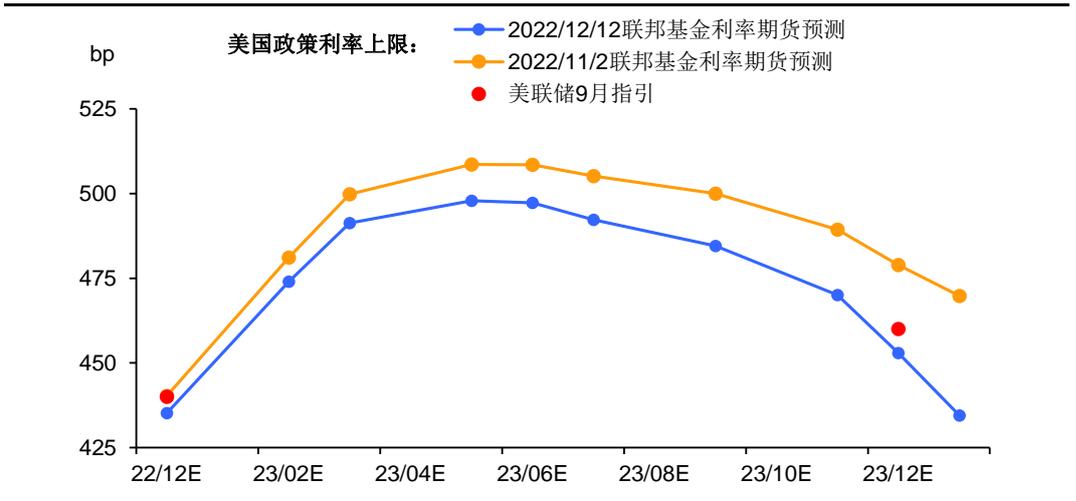
2022-12-12

1995 年降速加息后 3 至 6 个月，大类资产方面，美元和美债收益率均出现明显的下跌，与之相对应，股市（除日本）和黄金表现较好。值得注意的是大宗商品在这个阶段对于基本面（经济放缓）更加敏感，工业金属和原油的表现并不好（图 5）。

1995 年与当前基本面最大的不同是通胀压力可控下，美联储转向很快，美国经济实现了软着陆。以美国制造业 PMI 作为标准，1995 年 2 月美联储加息降速时 PMI 仍有 55 的水平，但是今年 11 月这一指标的读数已经跌至 49，经济基本面相形见绌（图 6）。而且在 1995 年 2 月的国会听证会上时任美联储主席格林斯潘已经暗示会宽松来应对经济下行压力，并在 6 个月之内开启降息。

- **展望 2023 年上半年，1994 年的行情难以再现。**2023 年上半年与 1995 年相比，经济更差、但货币政策更紧，这种环境对于权益并不友好，股市的反弹空间较为受限，与之对应美元指数较 1994 年会更强，我们认为随着美国衰退的来临美元指数在明年第二季度可能会迎来一波反弹。上半年商品会比较纠结，这取决于中国疫情优化带来的需求多大程度上能抵消海外经济的放缓。
- **风险提示：**海外货币政策收紧下外需回落，国内疫情扩散超市场预期。海外经济提前进入衰退，我国出口大幅负增长可能提前到来。疫情反复，严格防控短期难以解除、持续时间拉长。

图1: 市场预期美联储将于 2023 年四季度开始降息



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

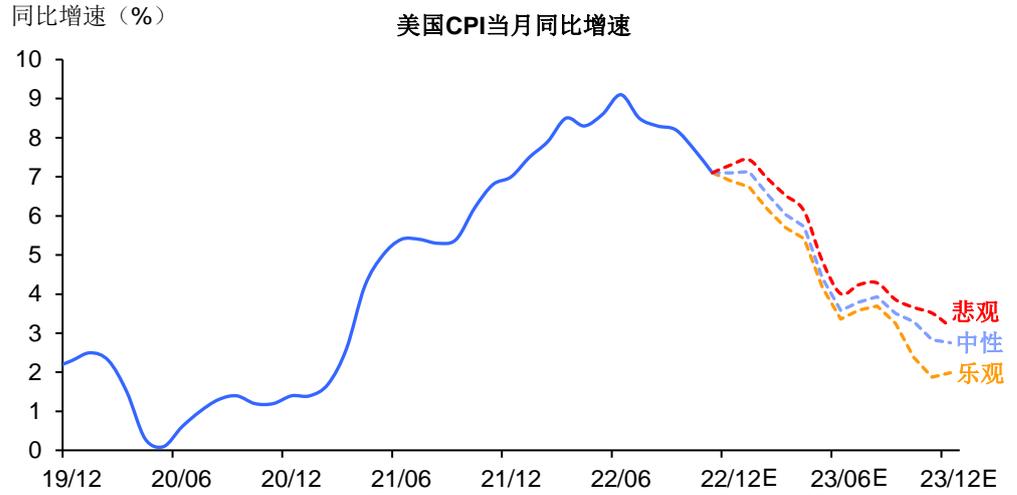
图2: 2023 年美联储议息会议及重要经济数据发布时间表

2023年美联储议息会议日期	会议前发布的重要经济数据	对应发布日期
2023/1/31-2023/2/1	2022年12月CPI数据	2023/1/12
	2022年12月PCE数据	2023/1/27
	2022年12月非农就业数据	2023/1/6
2023/3/21-2023/3/22	1月CPI数据	2023/2/14
	2月CPI数据	2023/3/14
	1月PCE数据	2023/2/24
	1月非农就业数据	2023/2/3
2023/5/2-2023/5/3	2月非农就业数据	2023/3/10
	3月CPI数据	2023/4/12
	2月PCE数据	2023/3/31
2023/6/13-2023/6/14	3月PCE数据	2023/4/28
	3月非农就业数据	2023/4/7
	4月CPI数据	2023/5/10
	5月CPI数据	2023/6/13
2023/7/25-2023/7/26	4月PCE数据	2023/5/26
	4月非农就业数据	2023/5/5
	5月非农就业数据	2023/6/2
2023/9/19-2023/9/20	6月CPI数据	2023/7/12
	5月PCE数据	2023/6/30
	6月非农就业数据	2023/7/7
	7月CPI数据	2023/8/10
	8月CPI数据	2023/9/13
2023/10/31-2023/11/1	6月PCE数据	2023/7/28
	7月PCE数据	2023/8/31
	7月非农就业数据	2023/8/4
	8月非农就业数据	2023/9/1
	9月CPI数据	2023/10/12
2023/12/12-2023/12/13	8月PCE数据	2023/9/29
	9月PCE数据	2023/10/27
	9月非农就业数据	2023/10/6
	10月CPI数据	2023/11/14
	11月CPI数据	2023/12/12
	10月PCE数据	2023/11/30
	10月非农就业数据	2023/11/3
	11月非农就业数据	2023/12/8

注: 未标明年份的为 2023 年数据

数据来源: 美联储, 美国劳工统计局, 东吴证券研究所

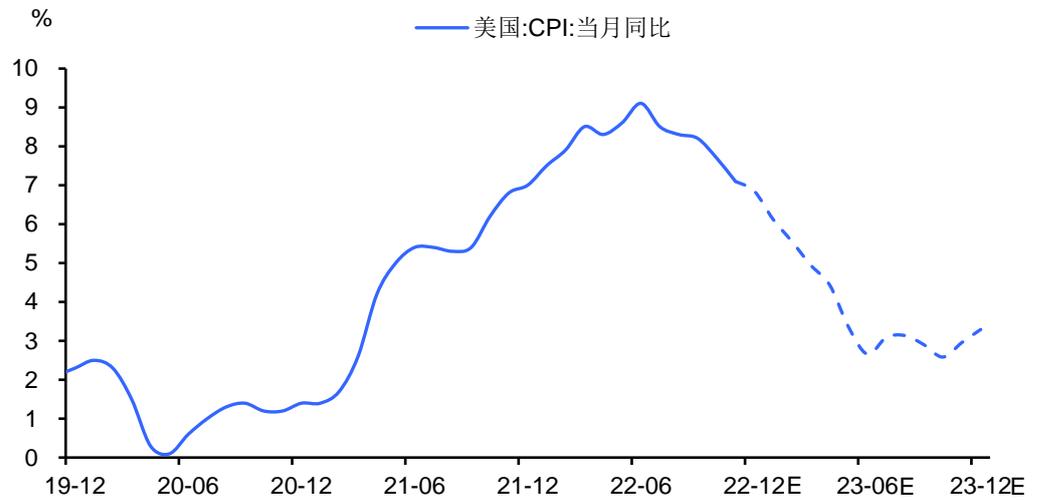
图3: 此前我们对于美国 CPI 预测



注: 2022 年 12 月及以后为预测数据

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

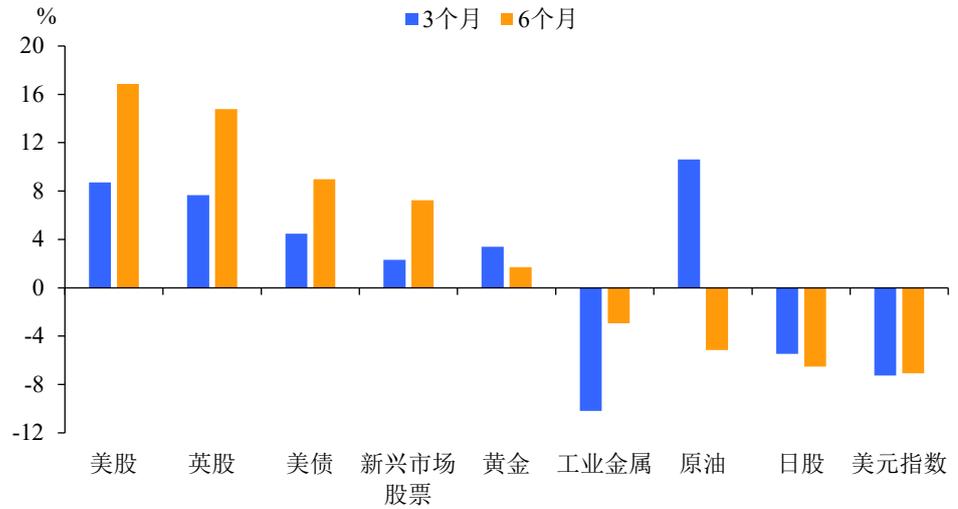
图4: 如果 2023 年下半年 WTI 油价逐步重回 100 美元/桶, 我们对美国 CPI 的预测



注: 2022 年 12 月及以后为预测数据

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

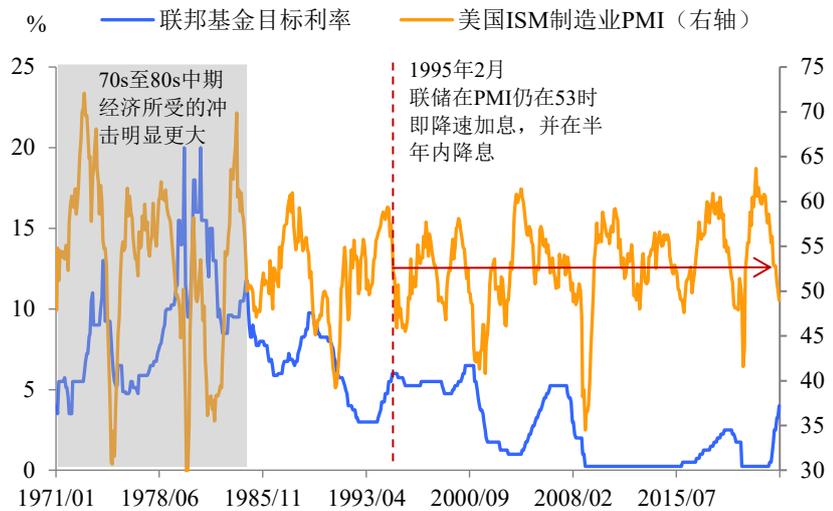
图5: 1995年2月降速加息后主要资产表现



注: 以1995年2月1日宣布加息50bp为统计起点。

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 1994年在预防性宽松下美国经济实现了软着陆



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

